



Analisi delle semestrali dei gruppi bancari italiani

Flash report

—

1° semestre 2016



Lo scenario macroeconomico ancora complesso continua ad avere impatti sui bilanci dei gruppi bancari italiani. Nel primo semestre del 2016 si confermano alcune difficoltà già emerse sul lato della redditività: la politica monetaria fortemente espansiva, che ha portato i tassi di riferimento allo 0%, continua ad influire sui risultati dei gruppi bancari italiani, soprattutto sul margine di interesse. D'altra parte il tema della qualità degli impieghi e le conseguenti rettifiche di valore su crediti continuano a pesare sull'ultima riga dei bilanci dei gruppi analizzati. Segnali positivi arrivano dal calo dei crediti deteriorati registrato nel primo semestre del 2016 e dagli indicatori di solidità patrimoniale, ampiamente al di sopra dei limiti stabiliti dalle autorità di vigilanza.

Performance

I gruppi bancari analizzati fanno segnare nel primo semestre 2016 una ripresa dell'attività creditizia, con un incremento sia degli impieghi verso la clientela (+1,5%), sia della raccolta diretta (+1,0%).

Tuttavia sul lato della redditività permangono alcune difficoltà: i gruppi bancari faticano a mantenere il margine di interesse su livelli adeguati (-3,6% nel primo semestre del 2016), principalmente a causa della politica monetaria fortemente espansiva che ha portato i tassi di riferimento ai minimi storici. Il calo delle commissioni nette (-5,2%) e dei profitti da attività finanziarie (-19,7%) ha contribuito alla forte riduzione del margine di intermediazione (-6,7%). Di conseguenza i gruppi analizzati registrano una forte contrazione degli utili nel primo semestre del 2016 (-56,2% rispetto al primo semestre del 2015).

Qualità del credito

Segnali positivi arrivano dall'andamento dei crediti *non performing*: i crediti deteriorati netti sono in flessione nel primo semestre del 2016, per effetto della riduzione di inadempienze probabili e crediti scaduti. Le sofferenze sono ancora in lieve aumento, ma rallenta la dinamica (+0,7% rispetto a dicembre 2015).

Le rettifiche di valore su crediti continuano a pesare in modo consistente sul conto economico dei gruppi bancari del campione e segnano un incremento dell'11,5% rispetto al primo semestre del 2015.

Grazie all'incremento delle rettifiche e alla riduzione dello *stock* di crediti deteriorati aumenta il livello di copertura dei *non performing loan*, che raggiunge il 45,9%.

Coefficienti patrimoniali

I gruppi bancari analizzati rispettano i requisiti patrimoniali stabiliti dalle autorità di vigilanza, sia in termini di *CET1 Ratio* (in media 11,7%), sia in termini di *Total Capital Ratio* (in media 15,1%).

Il miglioramento dei requisiti patrimoniali è stato ottenuto grazie all'incremento del capitale primario di classe 1 (+1,4%) e dei fondi propri (+2,2%). Le attività ponderate per il rischio sono in lieve aumento nel primo semestre del 2016, mentre si riduce la loro incidenza rispetto al totale attivo e al totale degli impieghi.

Efficienza

Il tema della razionalizzazione e del contenimento dei costi rimane centrale per il settore bancario, soprattutto in questa fase di difficoltà a recuperare sul fronte dei margini e redditività. Nonostante gli sforzi di efficientamento da parte dei gruppi bancari, le spese per il personale, le altre spese amministrative e i costi operativi sono in aumento nel primo semestre del 2016, a causa del peso di alcuni oneri e accantonamenti straordinari legati ad interventi che porteranno benefici nel medio periodo.

Valori assoluti in Euro al 30 giugno 2016 e variazioni 1° semestre 2016 vs 2015

Totale attivo

2.373 miliardi

30 giugno 2016

+ 2,7%

30/06/2016 vs 31/12/2015



Crediti verso clientela

1.368 miliardi

30 giugno 2016

+ 1,5%

30/06/2016 vs 31/12/2015

Raccolta diretta da clientela^(*)**1.506 miliardi**

30 giugno 2016

+ 1,0%

30/06/2016 vs 31/12/2015



Impieghi/Raccolta diretta

90,8%

30 giugno 2016

+ 0,4 p.p.

30/06/2016 vs 31/12/2015



Margine di intermediazione

30,7 miliardi

30 giugno 2016

- 6,7%

30/06/2016 vs 30/06/2015



Utile

1,4 miliardi

30 giugno 2016

- 56,2%

30/06/2016 vs 30/06/2015



Crediti deteriorati netti

148,1 miliardi

30 giugno 2016

- 3,6%

30/06/2016 vs 31/12/2015



Sofferenze nette

68,7 miliardi

30 giugno 2016

+ 0,7%

30/06/2016 vs 31/12/2015



Rettifiche su crediti

8,1 miliardi

30 giugno 2016

+ 11,5%

30/06/2016 vs 30/06/2015



Spese amministrative

19,9 miliardi

30 giugno 2016

+ 5,6%

30/06/2016 vs 30/06/2015



Common Equity Tier 1 Ratio

11,7%

30 giugno 2016

+ 0,2 p.p.

30/06/2016 vs 31/12/2015



Attività ponderate per il rischio

1.067 miliardi

30 giugno 2016

- 0,3%

30/06/2016 vs 31/12/2015



(*) Raccolta diretta da clientela = debiti verso la clientela + titoli in circolazione.

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

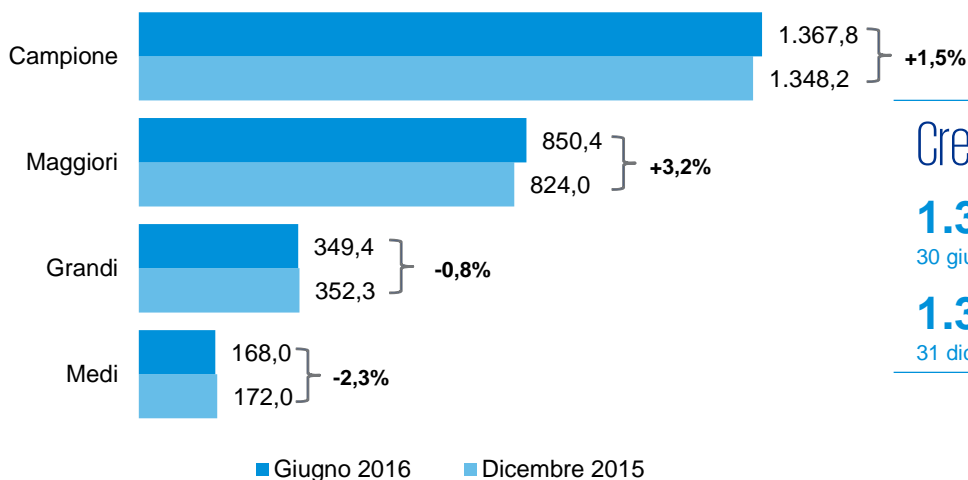


Performance

Impieghi

I crediti verso la clientela del campione analizzato a giugno 2016 ammontano a 1.368 miliardi di Euro, un valore in aumento dell'1,5% rispetto a dicembre 2015. L'incremento è dovuto essenzialmente all'aumento registrato dai gruppi maggiori (+3,2% rispetto al 2015), mentre sia i gruppi grandi, sia i gruppi medi hanno segnato una contrazione dei crediti verso la clientela, rispettivamente dello 0,8% e del 2,3%. I crediti verso la clientela rappresentano il 58% del totale attivo dei gruppi bancari analizzati, un valore in lieve riduzione rispetto all'anno precedente.

Crediti verso clientela, valori assoluti (Euro mld) e variazioni percentuali (06/2016 vs 12/2015)



Crediti verso clientela

1.368 miliardi
30 giugno 2016

1.348 miliardi
31 dicembre 2015



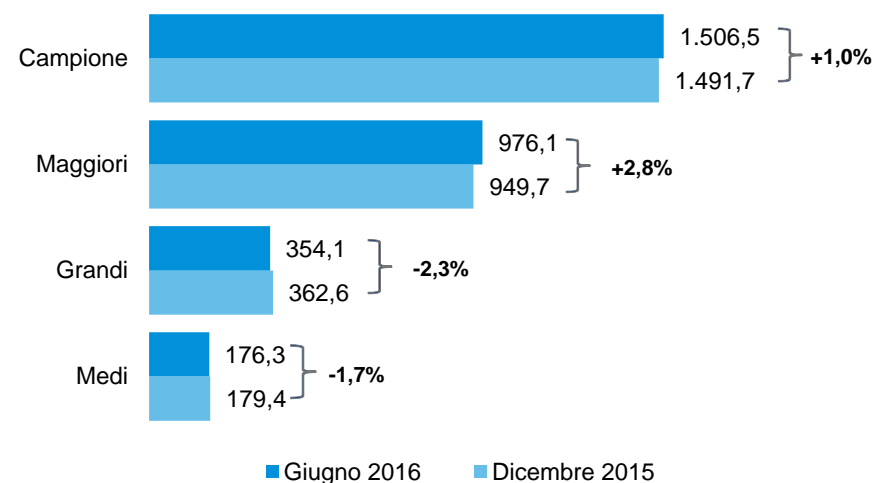
+1,5%

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

Raccolta diretta

A giugno 2016 la raccolta diretta (somma di debiti verso clientela e titoli in circolazione) è pari a 1.506 miliardi di Euro, +1% rispetto a dicembre 2015. Il trend è frutto dell'aumento registrato dai debiti verso clientela (+3,6%) e della riduzione dei titoli in circolazione (-6,4%). Tutti i cluster dimensionali analizzati hanno evidenziato lo stesso andamento, ma per i gruppi grandi e medi l'incremento dei debiti verso la clientela non è stato sufficiente a compensare la riduzione dei titoli in circolazione, con un effetto negativo sul totale della raccolta diretta.

Raccolta diretta, valori assoluti (Euro mld) e variazioni percentuali (06/2016 vs 12/2015)



Raccolta diretta

1.506 miliardi
30 giugno 2016

1.492 miliardi
31 dicembre 2015



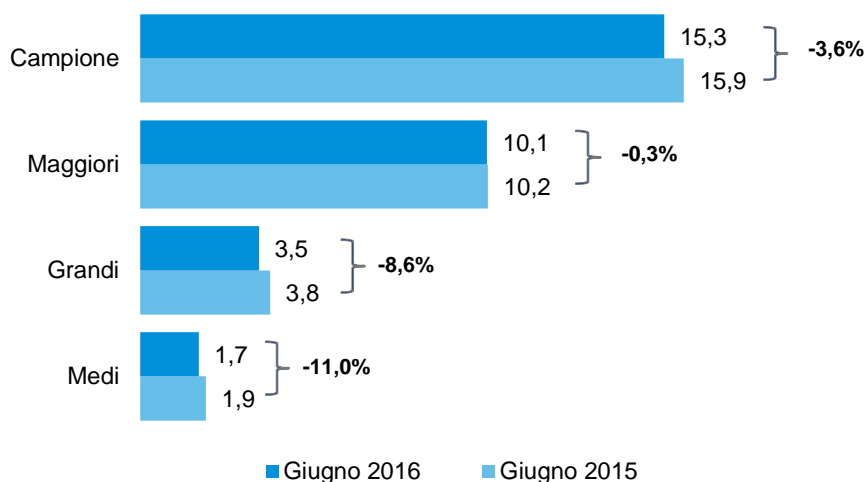
+1,0%

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

Margini

Con il tasso di riferimento BCE ai minimi storici, i tassi Euribor si sono attestati su valori negativi a partire dalla seconda metà del 2015. La prolungata fase di politica monetaria espansiva sta avendo effetti negativi sul margine di interesse dei gruppi bancari italiani, che si attesta a 15,3 miliardi di Euro nel primo semestre del 2016, registrando un calo del 3,6% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. I gruppi bancari hanno potuto azionare solo in parte le leve del *mark-up* e del *mark-down* sui tassi, con effetti non soddisfacenti sui risultati: la contrazione degli interessi attivi ha infatti superato quella registrata dagli interessi passivi. Il calo del margine di interesse è stato più contenuto per i gruppi maggiori (-0,3%) e più consistente nei gruppi grandi e medi (rispettivamente -8,6% e -11,0%).

Margine d'interesse, valori assoluti (Euro mld) e variazioni percentuali (06/2016 vs 06/2015)



Margine di interesse

15,3 miliardi

30 giugno 2016

15,9 miliardi

30 giugno 2015

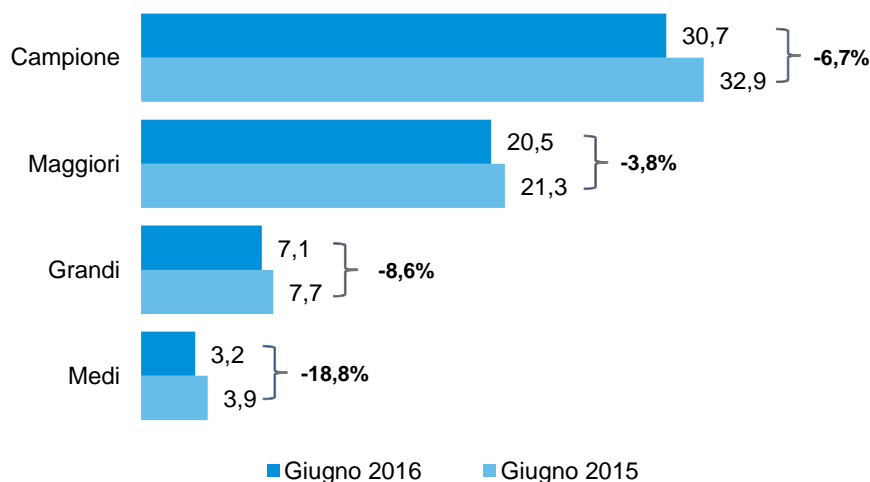


-3,6%

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

Il margine di intermediazione del campione si attesta a 30,7 miliardi di Euro, -6,7% rispetto al primo semestre del 2015. Alla riduzione del margine di intermediazione hanno contribuito, oltre al calo del margine di interesse del 3,7%, anche la contrazione delle commissioni nette (-5,2%) e dei profitti da attività finanziarie (-20%). La riduzione del margine di intermediazione ha interessato tutti i cluster dimensionali, in particolar modo i gruppi medi e grandi (rispettivamente -18,8% e -8,6%).

Margine di intermediazione, valori assoluti (Euro mld) e variazioni percentuali (06/2016 vs 06/2015)



Margine di intermediazione

30,7 miliardi

30 giugno 2016

32,9 miliardi

30 giugno 2015



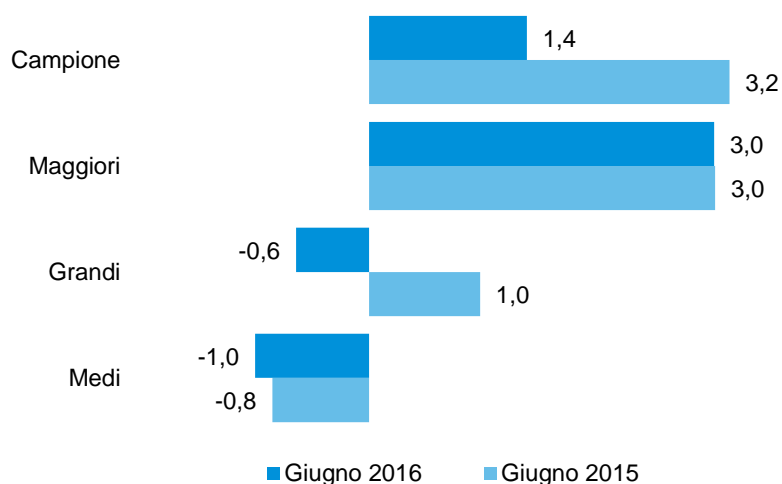
-6,7%

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

Redditività

L'utile del periodo per il campione è di 1,4 miliardi di Euro, un valore in flessione del 56% rispetto al primo semestre del 2015. Se da un lato i gruppi maggiori confermano il risultato dello stesso periodo dello scorso anno (3 miliardi di Euro), dall'altro lato i gruppi grandi e medi segnano nel primo semestre del 2016 perdite di esercizio aggregate rispettivamente per 0,6 e 1,0 miliardi di Euro.

Utile, valori assoluti (Euro mld)



Utile

1,4 miliardi

30 giugno 2016

3,2 miliardi

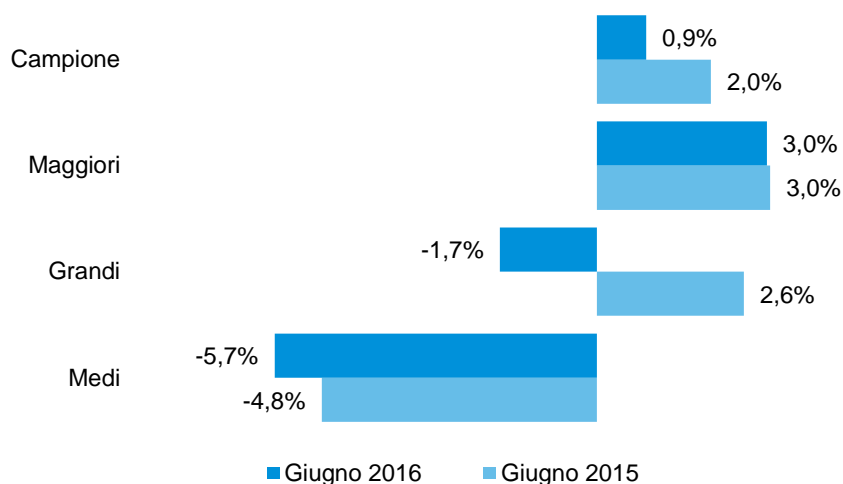
30 giugno 2015

-56,2%

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

Il ROE del campione si attesta allo 0,9%, un valore in riduzione di 1,1 punti percentuali rispetto al primo semestre del 2015. La situazione più preoccupante è quella dei gruppi medi, per i quali il risultato del periodo è però influenzato dalle *performance* di tre gruppi che hanno segnato perdite consistenti nei primi sei mesi di quest'anno. Dei 14 gruppi del campione cinque hanno registrato un risultato negativo nel primo semestre di quest'anno e solo tre gruppi hanno segnato un miglioramento dei risultati rispetto al primo semestre del 2015.

ROE (%)



ROE

0,9%

30 giugno 2016

2,0%

30 giugno 2015

-1,1 p.p.

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

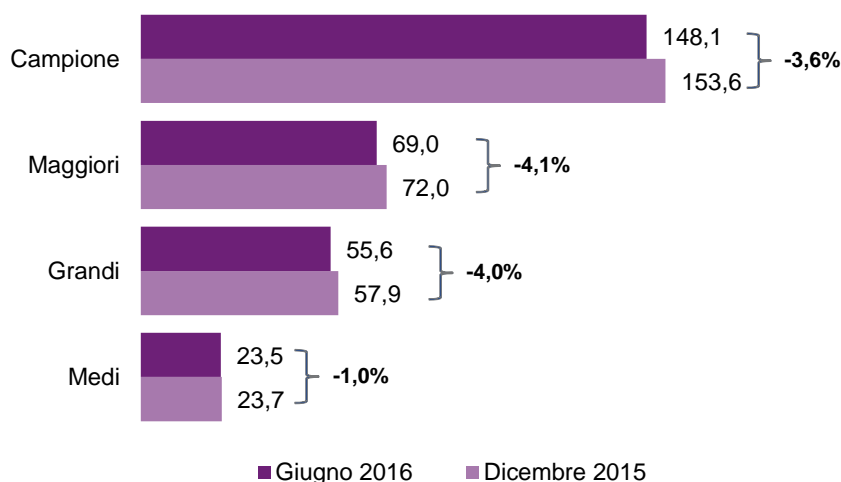


Qualità del credito

Crediti deteriorati

I crediti deteriorati netti del campione nel primo semestre del 2016 raggiungono quota 148 miliardi di Euro, in calo del 3,6% rispetto al dato di dicembre 2015. Si confermano i segnali positivi di rallentamento della dinamica dei *non performing loan* già emersi alla fine del 2015. Il trend di miglioramento ha interessato tutti i cluster dimensionali, in particolare i gruppi maggiori e grandi.

Crediti deteriorati netti, valori assoluti (Euro mld) e variazioni percentuali (06/2016 vs 12/2015)



Crediti deteriorati netti

148,1 miliardi

30 giugno 2016



153,6 miliardi

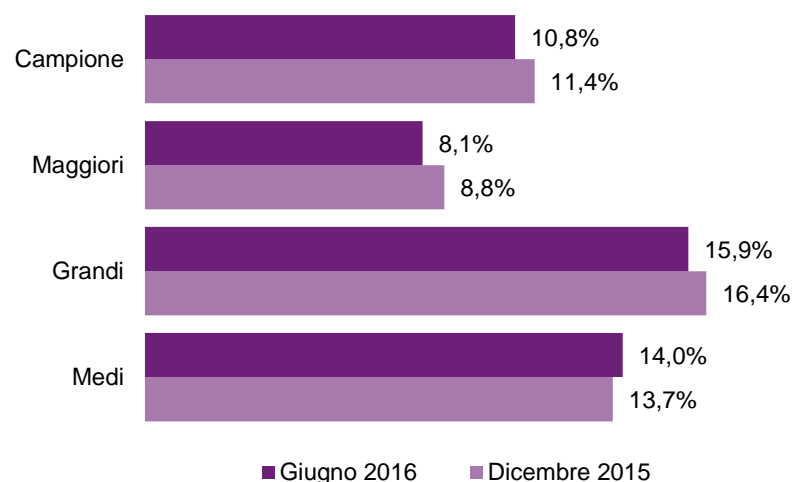
31 dicembre 2015

-3,6%

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

A giugno 2016 i crediti *non performing* rappresentavano il 10,8% del totale degli impieghi verso la clientela, un valore in calo rispetto all'11,4% del dicembre 2015. I gruppi maggiori registrano l'incidenza più bassa di partite deteriorate rispetto al totale degli impieghi netti verso la clientela (8,1%), mentre i gruppi grandi segnano il valore più elevato (15,9%).

Crediti deteriorati netti/Crediti verso clientela netti (%)



Crediti deteriorati netti/ Crediti verso clientela netti

10,8%

30 giugno 2016



11,4%

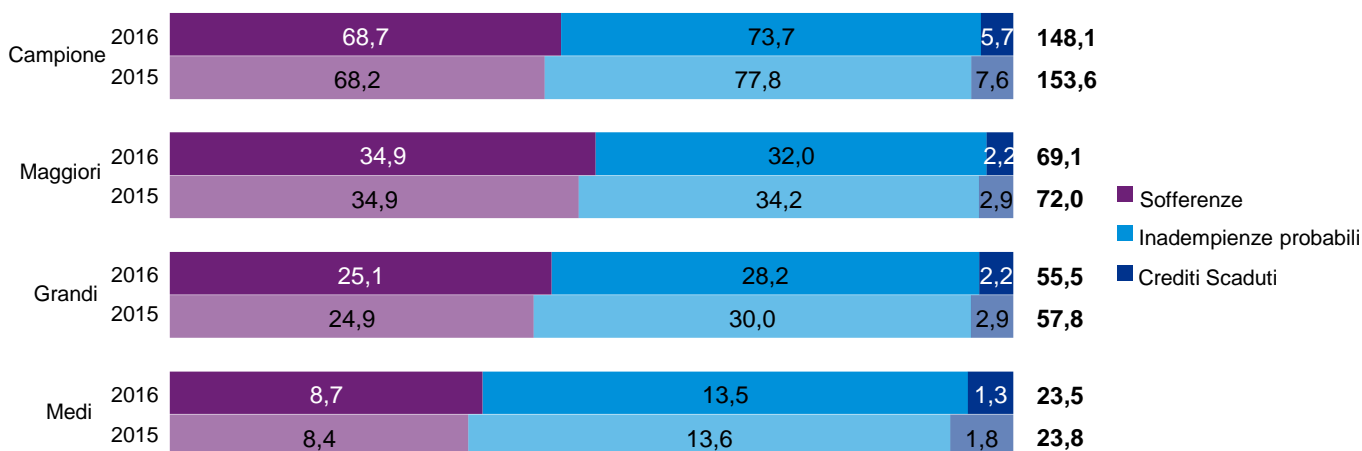
31 dicembre 2015

-0,6 p.p.

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

La gran parte dei crediti deteriorati è costituita da sofferenze e inadempienze probabili, rispettivamente il 46,7% e il 49,5% del totale dell'aggregato, mentre i crediti scaduti rappresentano solo il 3,8% dei *non performing loan*. Nel primo semestre 2016 si registra un lieve incremento delle sofferenze (+0,5%), mentre le inadempienze probabili e i crediti scaduti hanno segnato un calo, rispettivamente del 5,6% e del 23,9%. L'andamento è analogo se si analizzano i singoli cluster dimensionali, fatta eccezione per i gruppi maggiori, per i quali anche le sofferenze sono in leggera riduzione nei primi sei mesi del 2016 (-0,1%).

Composizione crediti deteriorati netti (Euro mld)

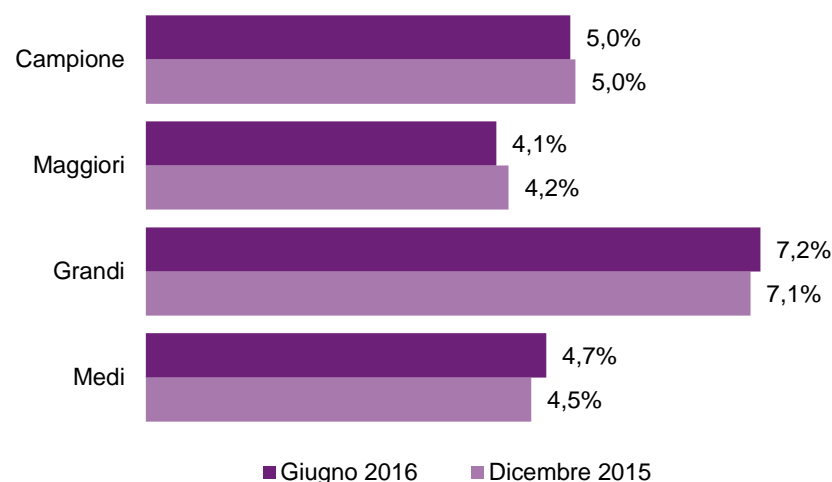


Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

Sofferenze

Le sofferenze nette ammontavano a 66,9 miliardi di Euro a giugno 2016, un valore in aumento dello 0,5% rispetto a dicembre 2015. Le sofferenze rappresentano il 5% degli impieghi netti verso la clientela, una percentuale sostanzialmente stabile rispetto al dato di dicembre 2015. L'incidenza più elevata di sofferenze sul totale dei crediti verso la clientela è registrata dai gruppi grandi (7,2%, in lieve aumento rispetto a fine 2015), mentre i gruppi maggiori evidenziano la quota più contenuta (4,1%).

Sofferenze nette/Crediti verso clientela netti (%)



Sofferenze nette

5,0%

30 giugno 2016

5,0%

31 dicembre 2015

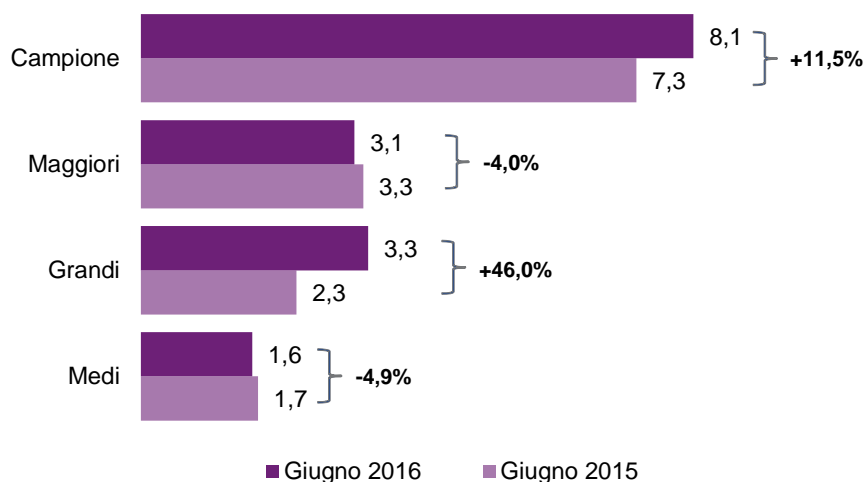
~0,0 p.p.

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

Rettifiche

Nel primo semestre del 2016 i gruppi bancari del campione analizzato hanno effettuato rettifiche su crediti per circa 8,1 miliardi di Euro, un valore in aumento dell'11,5% rispetto allo stesso periodo del 2015. L'incremento è da attribuire esclusivamente al trend dei gruppi grandi (+46% rispetto al primo semestre 2015). Nel campione di riferimento sono solo tre gli operatori che hanno effettuato pesanti rettifiche nel corso del primo semestre del 2016, con valori più che raddoppiati rispetto ai primi sei mesi del 2015. Tutti gli altri gruppi analizzati hanno, invece, segnato una riduzione delle rettifiche su crediti, in alcuni casi anche superiori al 30%.

Rettifiche di valore nette su crediti, valori assoluti (Euro mld) e variazioni percentuali (06/2016 vs 06/2015)



Rettifiche di valore nette su crediti

8,1 miliardi
30 giugno 2016

7,3 miliardi
30 giugno 2015

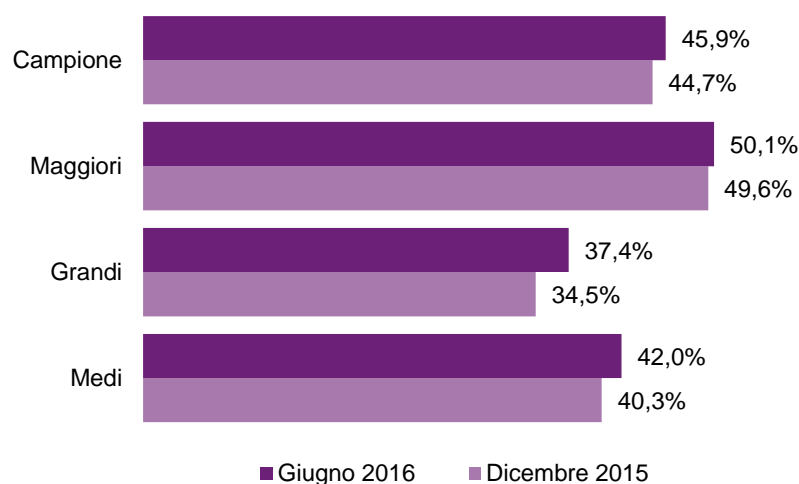
+11,5%

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

Coverage ratio dei crediti deteriorati

Il *coverage ratio* dei crediti deteriorati (fondo rettificativo su crediti deteriorati rapportato all'ammontare dei *non performing loan* lordi) a giugno 2016 era in media pari al 45,9%, in crescita di 1,2 punti percentuali rispetto a dicembre 2015. I gruppi maggiori registrano il *coverage ratio* più elevato (50,1%), mentre i gruppi grandi il valore più contenuto (37,4%). I dati per singolo operatore fanno emergere notevoli differenze, con livelli di copertura sui crediti deteriorati che variano dal 33% al 52%.

Coverage ratio crediti deteriorati (%)



Coverage ratio crediti deteriorati

45,9%
30 giugno 2016

44,7%
31 dicembre 2015

+1,2 p.p.

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

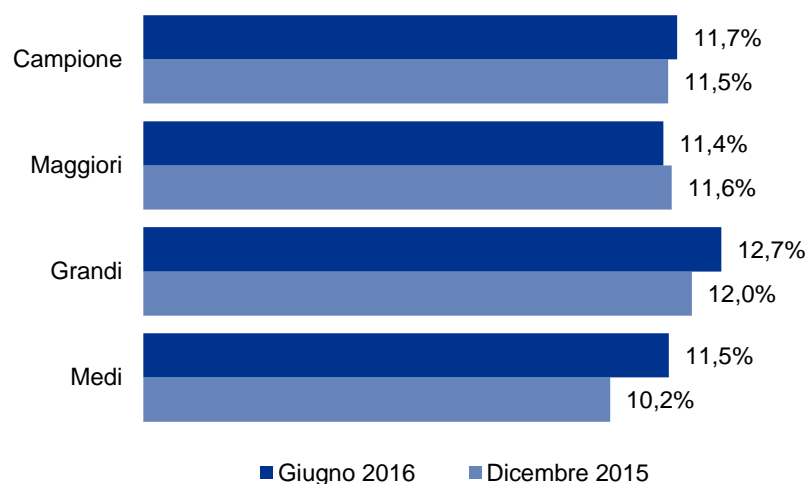


Coefficienti patrimoniali

Coefficients patrimoniali

A giugno 2016 a livello aggregato il CET1 *Ratio* del campione raggiunge l'11,7%. Il modesto miglioramento dell'indicatore rispetto al dato di dicembre 2015 è dovuto all'incremento dell'1,4% del capitale primario di classe 1 e alla lieve riduzione delle attività ponderate per il rischio (-0,3%). Il *ratio* ha registrato una leggera riduzione per i gruppi maggiori e un incremento per i gruppi medi e grandi. Questi ultimi evidenziano anche un CET1 *Ratio* più elevato (12,7%). Tutti i gruppi del campione rispettano la soglia dell'8% richiesta dalla BCE per lo scenario base nell'esercizio di *Comprehensive Assessment*.

CET1 *Ratio* (%)



CET1 *Ratio*

11,7%

30 giugno 2016

11,5%

31 dicembre 2015

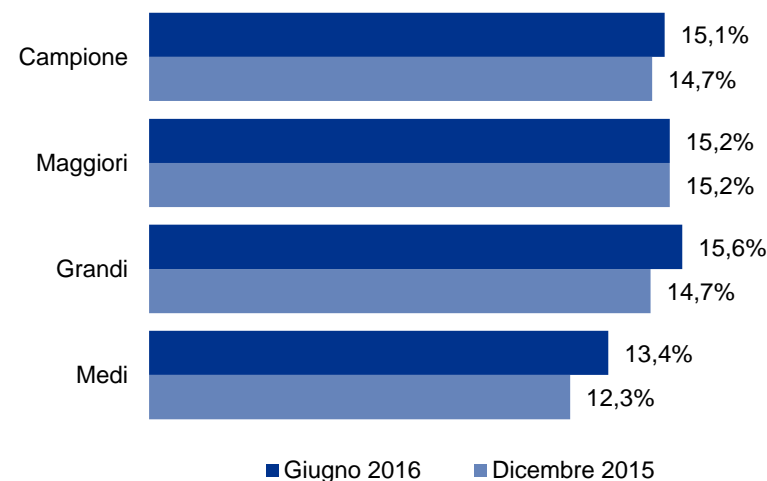


+0,2 p.p.

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

A giugno 2016 il *Total Capital Ratio* medio del campione si attesta al 15,1%, un valore in aumento di 0,4 punti percentuali rispetto a dicembre 2015. L'incremento è dovuto alla crescita del 2,2% del totale dei fondi propri, a fronte di RWA in lieve flessione. Il *ratio* più elevato è registrato dai gruppi grandi (15,6%), mentre i gruppi medi registrano il valore più basso (13,4%). Tutti i gruppi del campione rispettano ampiamente il limite minimo fissato dal *framework* Basilea 3, pari al 10,5% nella situazione 'a regime' prevista dal 2019.

Total Capital *Ratio* (%)



Total Capital *Ratio*

15,1%

30 giugno 2016

14,7%

31 dicembre 2015

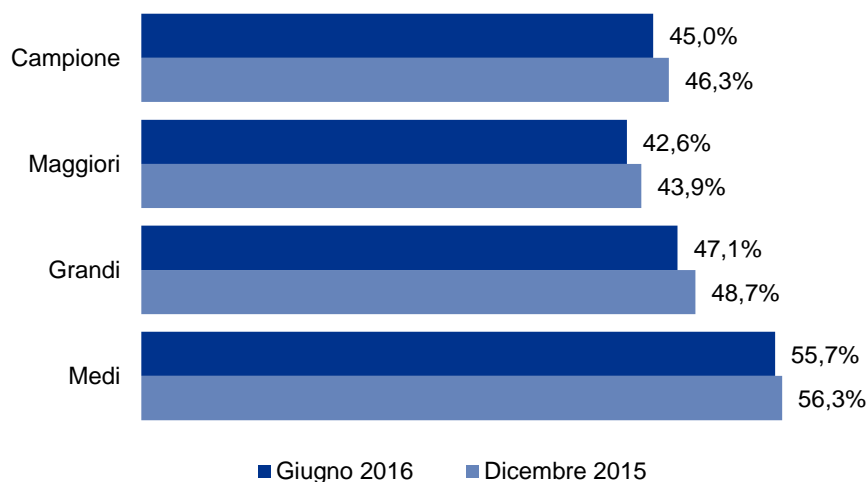


+0,4 p.p.

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

Al 30 giugno 2016 le attività ponderate per il rischio rappresentavano il 45% del totale attivo delle banche del campione (-1,3 punti percentuali rispetto a dicembre 2015). L'indicatore mette in evidenza alcune differenze tra i cluster dimensionali: i gruppi di grandi e medie dimensioni hanno un rapporto RWA/Totale attivo superiore rispetto ai gruppi di dimensione maggiore. Tutti i cluster registrano una riduzione dell'indicatore nel periodo osservato.

RWA/Totale attivo (%)



RWA/Totale attivo

45,0%

30 giugno 2016

46,3%

31 dicembre 2015

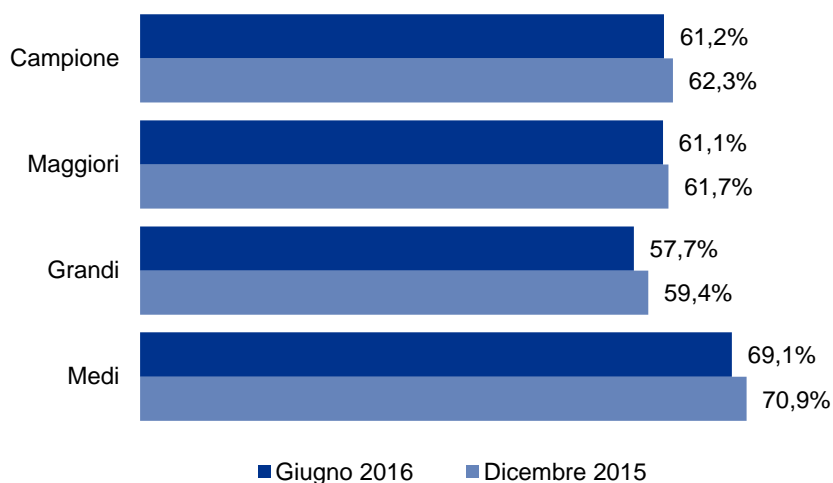


-1,3 p.p.

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

Al 30 giugno 2016 il rapporto tra attività ponderate per il rischio di credito e totale impieghi è pari al 61,2% (-1,1 punti percentuali rispetto al dato di dicembre 2015). L'indicatore evidenzia profonde differenze tra i diversi cluster dimensionali: il rapporto tra RWA sul credito e totale impieghi è pari al 61,1% per i gruppi maggiori, al 57,7% per i gruppi grandi e al 67,3% per i gruppi medi. Nel periodo in analisi il *ratio* ha registrato un calo per tutti i cluster dimensionali.

RWA Credito/Totale impieghi (%)



RWA Credito/Totale

impieghi

61,2%

30 giugno 2016

62,3%

31 dicembre 2015



-1,1 p.p.

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

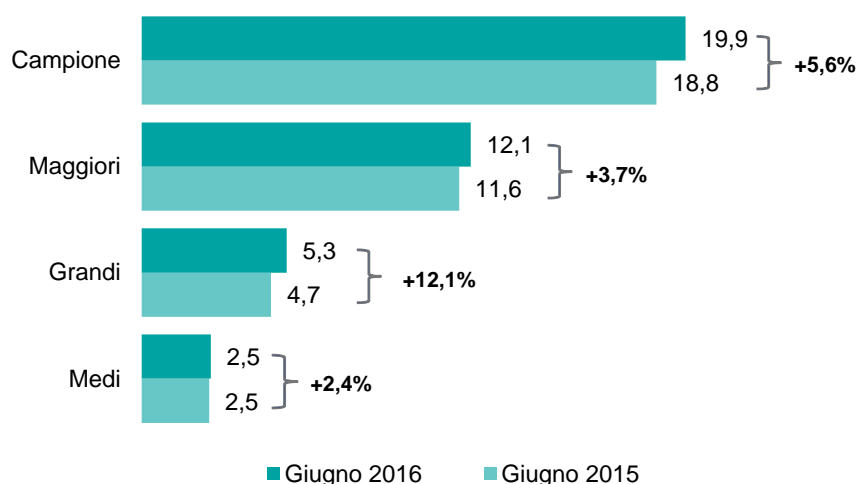


Efficienza

Spese amministrative

Il tema della razionalizzazione delle strutture e del contenimento dei costi è centrale per il settore bancario, soprattutto in una fase di difficoltà di ripresa dei margini e della redditività. Nonostante gli sforzi di efficientamento, le spese amministrative del campione si attestano a 19,9 miliardi di Euro, segnando un incremento del 5,6% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Tutti i cluster dimensionali registrano un aumento nel primo semestre del 2016, più consistente per i gruppi grandi (+12,1%).

Spese amministrative, valori assoluti (Euro mld) e variazioni percentuali (06/2016 vs 06/2015)



Spese amministrative

19,9 miliardi

30 giugno 2016

18,8 miliardi

30 giugno 2015

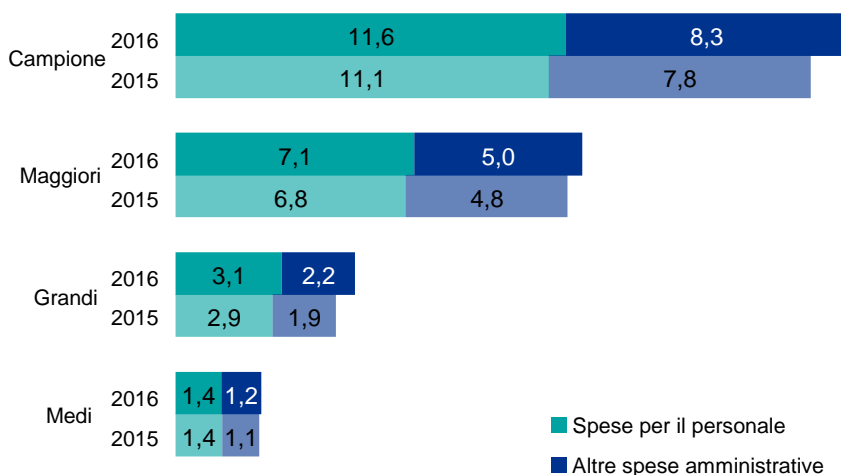


+5,6%

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

Le spese amministrative sono rappresentate per il 58% da spese per il personale e per il 42% da altre spese amministrative (spese generali, tecnologie, pubblicità, immobili, IT, consulenze, spese professionali, imposte, ecc.). Entrambe le voci che compongono le spese amministrative hanno segnato un incremento nel primo semestre del 2016: le spese per il personale, pari a 11,6 miliardi di Euro, sono aumentate del 4,6% e le altre spese amministrative del 7,1%, raggiungendo 8,3 miliardi di Euro.

Spese per il personale e Altre spese amministrative, valori assoluti (Euro mld)



Spese per il personale

11,6 miliardi

30 giugno 2016

11,1 miliardi

30 giugno 2015



+4,6%

Altre spese amministrative

8,3 miliardi

30 giugno 2016

7,8 miliardi

30 giugno 2015



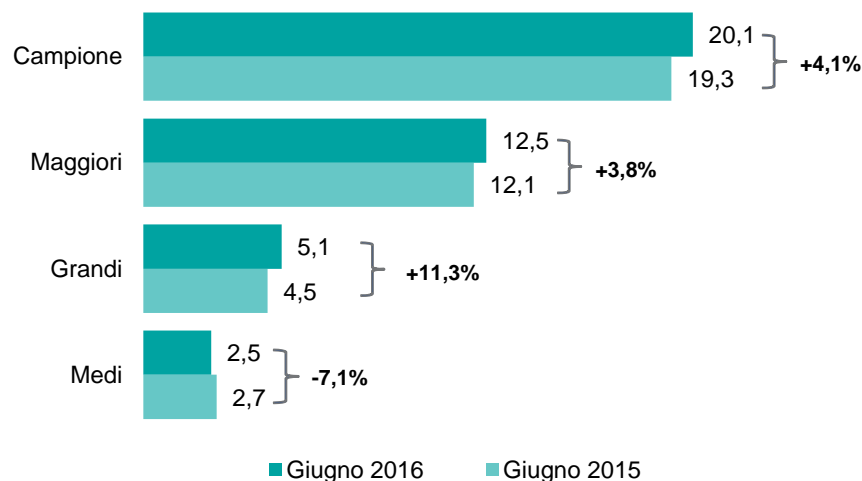
+7,1%

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

Costi operativi

I costi operativi si attestano nel primo semestre 2016 a 20,1 miliardi di Euro, in crescita del 4,1% rispetto allo stesso periodo del 2015. Solo il cluster dei gruppi medi ha registrato una riduzione di questa voce di conto economico nell'ultimo periodo osservato (-7,1%), mentre gruppi maggiori e grandi hanno registrato un incremento, rispettivamente del 3,8% e dell'11,3%.

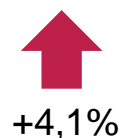
Costi operativi, valori assoluti (Euro mld) e variazioni percentuali (06/2016 vs 06/2015)



Costi operativi

20,1 miliardi
30 giugno 2016

19,3 miliardi
30 giugno 2015



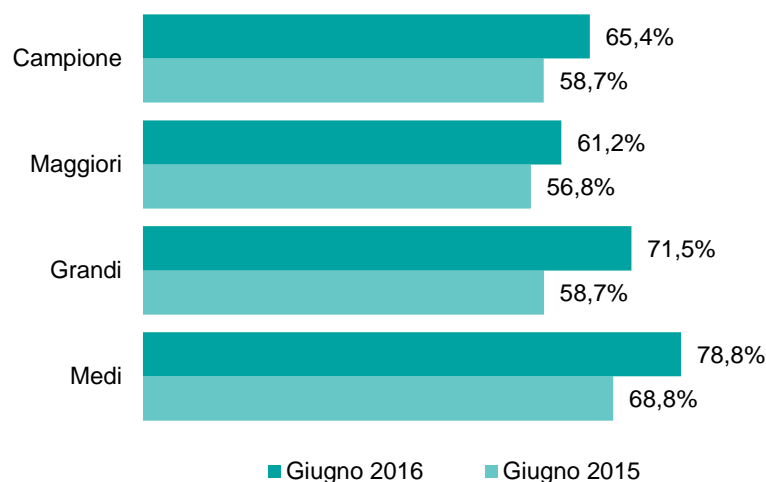
+4,1%

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari

Cost/Income Ratio

Il *Cost/Income Ratio* del campione analizzato è pari al 65,4%, in peggioramento di 6,7 punti percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. All'incremento dell'indicatore hanno contribuito l'aumento dei costi operativi (+4,1%) e la contestuale riduzione del margine di intermediazione (-6,7%). Gli sforzi di efficientamento non stanno portando i risultati sperati per i gruppi bancari analizzati, anche a causa di oneri straordinari legati alla razionalizzazione delle strutture che causano un incremento dei costi nel breve termine, a fronte di benefici attesi nel medio periodo.

Cost/Income Ratio (%)



Cost/Income Ratio

65,4%
30 giugno 2016

58,7%
30 giugno 2015



+6,7 p.p.

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati delle relazioni semestrali di un campione di 14 gruppi bancari



Contatti

Giuliano Cicioni
Partner, Financial Services
gcicioni@kpmg.it

KPMG Advisory S.p.A.
Via Vittor Pisani, 27
20124 Milano
02 6764 31

kpmg.com/it



kpmg.com/socialmedia



kpmg.com/app

Le analisi contenute in questo volume sono state condotte su dati e informazioni pubblicamente disponibili, di cui KPMG Advisory non attesta né garantisce in nessun modo l'accuratezza, la completezza e la correttezza. Tutte le informazioni qui fornite sono di carattere generale e presentate unicamente allo scopo di descrivere alcune dinamiche del mercato senza prendere in considerazione fatti riguardanti persone o entità particolari. Questo documento non rappresenta un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto di alcun servizio, né vuole fornire alcun suggerimento o raccomandazione operativa o in termini di investimento. KPMG Advisory non si assume alcuna responsabilità per la perdita o i danni che potrebbero derivare dall'uso improprio di questo volume o delle informazioni ivi contenute.

© 2016 KPMG Advisory S.p.A. è una società per azioni di diritto italiano e fa parte del network KPMG di entità indipendenti affiliate a KPMG International Cooperative ("KPMG International"), entità di diritto svizzero. Tutti i diritti riservati.

Denominazione e logo KPMG sono marchi e segni distintivi di KPMG International.